

# Alternativas de política econômica

18/11/1996

O ano de 1996 para a economia brasileira está se revelando praticamente uma repetição de 1995 — nos bons e nos maus aspectos. Inflação muito baixa (para padrões brasileiros), crescimento econômico positivo porém, mediocre (e altamente desequilibrado do ponto de vista setorial e regional), elevados déficits de comércio exterior e de transações correntes conjugados com reservas internacionais mais uma vez crescentes e, finalmente, desequilíbrio no setor público, com rápido crescimento da dívida pública e grandes déficits operacionais (agora, em 1996, o surgimento de déficits primários neutralizou de forma negativa a redução verificada na taxa real de juros dos títulos governamentais).

Será que vamos repetir novamente em 1997 os bons números de inflação e os números problemáticos do balanço de pagamentos e de crescimento baixo que foram verificados em 1995 e 1996? Na hipótese de manutenção da atual política econômica, a previsão mais lógica é essa repetição — ou será que o mix atual de resultados macroeconômicos pode piorar? Que mudanças de política econômica poderão reverter as tendências negativas do balanço de pagamentos em conta corrente e do nível de emprego? Quais são afinal as alternativas de política econômica? Qual a importância da votação da emenda constitucional sobre a reeleição do presidente nesse contexto?

Quatro hipóteses, a nosso ver, precisam ser consideradas: a) *more of the same*, ou seja, a manutenção das políticas atuais; b) uma reedição do Plano Real, isto é, a volta aos números de 1995 ou mesmo 1994 em matéria de câmbio e de juros; c) uma guinada completa na área cambial e de juros, com maxidesvalorizações e juros reais ainda mais baixos; ou, finalmente, d) a adoção do famoso ajuste fiscal, com anúncios realmente importantes e imediatos em matéria de despesas e de privatização. Além disso, temos a questão do timing — sobretudo na última hipótese — que está diretamente vinculada ao assunto "reeleição" (como veremos mais adiante).

Há diversas evidências de que a equipe

econômica está consciente que a melhor alternativa de política econômica para o final de 1996 e início de 1997 é a do ajuste fiscal. Um superávit fiscal é equivalente a uma desvalorização cambial real, ao reduzir os preços relativos de serviços (incluindo salários) e produtos não-comerciáveis (non tradeables), beneficiando os chamados *tradeable goods*.

## Reeleição passou a ser o principal sinalizador para o mercado financeiro

Aparentemente, parece ter sido mais fácil fazer o Plano Real em 1994 do que fazer o ajuste fiscal em 1996. Isso talvez se explique pelo fato de que os políticos tendem a resistir a qualquer mudança importante de política macroeconômica que possa vir a provocar desemprego (na visão deles). O Plano Real teve a qualidade de praticamente parar a inflação sem provocar um desemprego violento, mas a evidência de 1995 e sobretudo 1996 tem demonstrado que a economia parece estar presa a um crescimento mediocre, justamente por causa do mix atual de câmbio e de juros.

Portanto, a resistência política foi menor em 1994 porque o Plano Real não parecia provocar desemprego no curto prazo — e de fato isto se confirmou, se bem que as consequências de médio prazo do plano começem a preocupar em matéria de crescimento e emprego. Já no caso de ajuste fiscal o impacto parece ser exatamente o oposto, ou seja, desemprego. De fato, pode haver desemprego no curto prazo, mas certamente ocorrerá recuperação da atividade econômica no médio prazo. Lamentavelmente, estes impactos são mais difíceis de serem aceitos e compreendidos pelos políticos, porque eles são evidentemente "curtoprazistas". Consequentemente, a função da equipe econômica — que foi capaz de fazer um brilhante Plano Real — é convencer o presidente de que a "quarta hipótese" apresentada acima é a mais adequada em matéria de política econômica.

É exatamente nesse ponto que vale a pena encaixar a influência da emenda sobre a reeleição. Pode-se argumentar com segurança que o ajuste fiscal, pelos problemas políticos acima apontados, será feito se (mas somente se) a reeleição for aprovada. E tudo indica que este assunto estará, por-

tanto, resolvido — de uma forma ou de outra — até o início de 1997, quando certamente haverá a votação.

Vamos retornar às quatro hipóteses levantadas acima e procurar avaliar qual seria a evolução conjunta da inflação, do crescimento econômico e do balanço de pagamentos em 1997 a partir de cada uma:

■ "More of the same" (ou seja, não fazer nada): a nosso ver, infelizmente, a simples manutenção ou repetição da política atual não produzirá uma repetição em 1997 dos números — bons e ruins — da economia em 1995 e 1996. Ao contrário, é razoável supor que haverá deterioração adicional bastante forte em matéria de balanço de pagamentos e de crescimento econômico — mesmo que a política econômica mude — motivada por fenômenos de expectativas e de antecipações por parte dos agentes econômicos, diante da percepção de que essa combinação atual de política (cambial, monetária e fiscal) não é sustentável. O déficit corrente e a dívida pública explodiriam em 1997, sem que se pudesse garantir a manutenção da inflação baixa.

■ Volta ao Plano Real: isso representaria, digamos, taxas nominais de juros mais altas do que as atuais (na direção de 3% ao mês, por exemplo) e desvalorizações menores ainda menores (na direção de zero, por exemplo, mas não necessariamente repetindo o episódio de apreciação cambial de 1994 e início de 1995). Pode parecer paradoxal esse caminho de política econômica, mas não é inteiramente descartável. Na verdade, se houver a constatação de que infelizmente nada vai ser feito na área fiscal por razões políticas, é muito melhor voltar ao Real do que não fazer nada. Haveria um aprofundamento do processo recessivo, mas pelo menos a crise do balanço de pagamentos — que certamente ocorreria na alternativa "a" — seria evitada com altas taxas reais de juros. E a inflação certamente permaneceria contida abaixo de 10%.

■ Uma guinada de política econômica: isso representaria, por exemplo, uma desvalorização significativa (30%, digamos) seguida de flutuação de taxa cambial e acompanhada de juros reais mais baixos (não necessariamente juros nominais mais baixos). Essa guinada é descartável com a atual equipe econômica, mas tem de ser considerada numa análise completa. É

como se o País estivesse abandonando a meta de inflação muito baixa, em troca de recuperar a balança comercial e o crescimento da economia. A inflação certamente aceleraria bastante, mas teria de ser para menos do que 30%; caso contrário a guinada seria inútil e contraproducente, pois não ocorreria desvalorização efetiva real do câmbio. Há quem diga que a experiência mexicana demonstra que esta desvalorização real é possível sem acelerar demais a inflação, facilitando a recuperação da economia e da balança comercial. Na nossa opinião, o risco é muito alto e não vale a pena, mas há quem defenda esta guinada via câmbio e juros baixos.

■ Ajuste fiscal: os anúncios de medidas mais significativas — que teriam de ser adotadas ainda neste final de 1996 ou logo após a votação sobre a reeleição — deveriam incluir as despesas do setor público e o lado patrimonial, implicando longa lista que incluiria desde os fatos já incorporados nas expectativas (como Vale e setor elétrico) até coisas ainda indefinidas, como os casos de bancos estaduais e do setor de telecomunicações. A política fiscal restritiva é capaz de propiciar a recuperação da economia via setor privado, sem pressionar a inflação ou o balanço de pagamentos.

É possível caminhar na direção do equilíbrio interno e externo, mesmo com a manutenção da política atual de desvalorizações baixas e de juros reais acima dos juros internacionais, desde que isto seja complementado por um significativo ajuste fiscal. Se pouco foi feito nos últimos dois anos, certamente por razões políticas (compreensíveis mas tecnicamente erradas), agora é necessário reverter o sinal do déficit primário do setor público e reduzir a dívida pública pelo corte de despesas e privatizações mais aceleradas. Tudo indica que, a partir de agora, o principal sinalizador para o mercado financeiro passa a ser a data e a tendência no que dizem respeito à reeleição presidencial, à medida que o resultado da votação vai indicar se vamos para o ajuste fiscal, para a volta ao Plano Real ou para uma guinada de política econômica.

■ *Antonio Carlos Lemgruber foi presidente do Banco Central e é diretor do Banco Liberal S.A.*